

日本経済は随分と寄り道をしてきた。一九八〇年代半ばの金融自由化、バブル形成と崩壊、金融システム不安を経て、もう一度金融自由化前夜に立たされているような印象を受ける。日経平均株価が一九八三年頃の水準に戻ったのが象徴である。一九八四年の日米円ドル委員会が金融自由化の出発点であった事実からすると、この二〇年間とは何であったのか、熟考する必要があるようだ。

もちろん、二〇年間の寄り道をしたのは日本経済全体の話である。個別にみると、グローバルな競争を生き抜き、飛躍した企業がある。その一方で、寄り道したまま日が暮れた企業もある。この企業間格差をもたらした要因の一つに、財務に関する力量の差がある。その力量とは単純な資金調達能力ではない。金融市場を見据え、そこでのプレーヤーである資金供給者(投資家)と幅広く対話できる能力である。限られた銀行や証券会社とだけ対話していても仕方ない。

企業ができるだけ割安に資金調達したい」と思っても、資金供給者はその企業よりも有利な金融商品を市場で見つけよとするだろう。左下図は、その企業と資金供給者の関係を示している。資金供給者が企業に要求する最低限のリターン、これが資本コストであり、社会的基準となる。企業の財務担当者、この社会的基準を意識しつつ、慎重に行動する必要がある。

**MARKET EYE**  
マーケット・アイ

# 社会的な財務基準

**川北英隆**  
日本生命保険相互会社  
取締役財務企画部長

のが金融理論の常識である。高度成長期のように企業業績が右肩上がりなら、株式には十分な対価(配当と値上がり益)が支払われるので、株主は文句をいわない。他方、低成長期には、株式に十分な対価を支払うことが困難になる。この結果、エクイティ・ファイナンスは業績に自信のある企業限定の資金調達手段と化す。

次に、プロジェクトの評価で陥りやすい罠がある。プロジェクトの超過利潤がいずれ消滅するという常識を失念する罠である。超過利潤は特許や規制など参入障壁から生まれる。競争的な社会であれば、その超過利潤は永続しない。これもまた社会的な基準である。しかし、プロジェクトを推奨する立場からすると、つい超過利潤の永続性を夢見て、評価が甘くなる。もしも資金調達の判断が甘いプロジェクト評価に基づいてなされたとなると、これもまた

た災いをもたらす。バブル時の過大なエクイティ・ファイナンスの原因は、当時の特金運用や不動産市場の熱気が永続すると錯覚した、一種のプロジェクト評価の甘さにある。極論すれば、企業の財務担当者には要求されるのは社会的な基準を常に意識することではない。これは常識のようで、案外難しい。なぜなら、社会的な基準を意識してきた企業が現在の勝ち企業だが、それはごく少数だからである。

